



Aportes de la intervención del doctor Miguel Urrutia, Gerente General del Banco de la República, en el Seminario Macroeconómico “La economía colombiana de cara a 2005” organizado por ANIF y Fedesarrollo

Bogotá, DC, noviembre 18 de 2004

Política monetaria y cambiaria del banco central independiente

Un nuevo marco institucional

- En el marco de la nueva Constitución colombiana de 1991, el Banco de la República es establecido como la autoridad monetaria, cambiaria y crediticia de Colombia. Dentro de esta nueva estructura, el Banco fija de acuerdo con el Gobierno Nacional los objetivos de la política monetaria y es independiente en la implementación de las políticas.
- La Constitución también establece que el Banco debe velar por el mantenimiento de la capacidad adquisitiva de la moneda colombiana.
- La nueva estructura del Banco de la República aparece en un entorno económico y político que trajo consigo cambios significativos. A principios de la década de los noventa la economía colombiana fue expuesta a una mayor competencia de productos del exterior y se comenzó a dismantelar el control de cambios, como parte de la aceleración del proceso de internacionalización que se había puesto en marcha en 1989.
- Los controles a las transacciones en moneda extranjera fueron eliminados por la Ley 9 de 1991, lo que supuso la necesidad de “crear” el marco institucional y de política para el funcionamiento de un mercado cambiario libre. Este fue uno de los cambios sustantivos que trajeron las reformas.
- Para entonces, el país llevaba 25 años con una tasa de cambio ajustada mediante devaluaciones administrativas diarias, fijándose una tasa a la cual el Banco de la República compraba y vendía todas las divisas que se ofrecían o demandaban.

Los retos de política en los años noventa

- Durante los primeros trece años de independencia, el Banco de la República ha consolidado logros importantes para el bienestar de los colombianos. Durante este período, la inflación se redujo de manera casi continua desde un 31,2% en agosto de 1991 a un 5,9% en agosto de 2004.
- Este nuevo diseño institucional le permitió a Colombia alcanzar y mantener estándares mundiales de baja inflación. Inflaciones altas del 25% o el 30% se habrían convertido en un obstáculo muy grande para la inversión extranjera, la actividad económica y el desarrollo del mercado de capitales. Adicionalmente, con inflaciones bajas es más fácil mantener la competitividad de la tasa de cambio con choques no coincidentes de precios y salarios.

- Al iniciar labores, el principal reto que enfrentó el Banco fue cómo manejar el incremento en los flujos de capital bajo el tradicional esquema de devaluación gradual existente hasta entonces. El fenómeno del aumento en los flujos de capital no era exclusivo para Colombia, ya que los demás países de América Latina también recibían entonces importantes flujos de divisas.
- El régimen cambiario existente en el momento implicaba grandes emisiones para la compra de las crecientes reservas internacionales, las cuales, de acuerdo con el objetivo legal del Banco de reducir la inflación, se intentaban esterilizar mediante intervenciones masivas en el mercado a través de la venta de títulos de participación del mismo Emisor. Esta política resultó en un aumento importante de la tasa interbancaria, que se temía indujera el ingreso de más capitales.
- En un régimen de inflaciones altas, cercanas a 30% anual, la única alternativa práctica para bajar la inflación en este contexto era la de reducir el crecimiento de los agregados monetarios, ya que la inflación es, en el largo plazo, un fenómeno monetario.
- Sin embargo, la defensa de la tasa de cambio en presencia de masivas entradas de divisas hacía difícil el control de la base monetaria. Los ingresos de capitales seguían generando emisión y presiones monetarias aún con los certificados de cambio de mayores plazos que se emitieron entonces.
- Debido al ingreso masivo de capitales y al efecto nocivo que la esterilización tenía sobre la tasa interbancaria, elevándola a niveles que aumentarían aún más los flujos de capital, el Banco de la República resolvió no esterilizar todo el crecimiento. También se consideró que parte del aumento de la base monetaria y los medios de pago ampliados (M3) respondían a un cambio de portafolio por mayor demanda de activos en pesos. Sin embargo, la DTF real se tornó negativa en 1992. Este exceso de liquidez llevó a aumentos en la inflación al año siguiente.

El régimen de banda cambiaria y la transición hacia la flotación

- Bajo el supuesto de que los ingresos de capitales eran temporales, se aumentaron los plazos de los certificados de cambio para diferir en el tiempo las emisiones monetarias.
- Sin embargo, los capitales siguieron llegando y se hizo necesaria una reforma al régimen cambiario al principio de 1994. El 21 de enero de 1994 las autoridades monetarias eliminaron los certificados de cambio y adoptaron un sistema de bandas de flotación de la tasa de cambio para poder retomar el control de los agregados monetarios.
- En ese momento se generó una gran presión gremial y política sobre el Banco de la República para que este evitara la revaluación del peso. Se presentó oposición al sistema de banda cambiaria porque hubo una pequeña revaluación en el momento de su establecimiento.
- No obstante, el régimen de banda cambiaria tenía precisamente el propósito de ponerle un piso a la tasa de cambio nominal.
- A pesar de los esfuerzos del Banco de la República por no dejar revaluar la tasa de cambio, en noviembre de 1994 la tasa representativa del mercado tocó el límite inferior de la banda. En ese momento, entre las tres opciones que contempló el Banco de la República se optó por revaluar en 7% la banda cambiaria en diciembre de 1994.
- Una demostración de que el régimen de banda cambiaria funcionó bastante bien, se dio durante dos coyunturas: durante la crisis política del Gobierno Samper se evitó una corrida frente al peso y durante la época de las privatizaciones en 1996 y la nueva oleada de flujos de capital de 1996 a 1997 se impidió una fuerte revaluación.

- Pero la economía no dejó de estar sujeta a nuevos vaivenes provenientes del exterior. Debido a los fuertes choques a los términos de intercambio y la disminución de los flujos de capital como consecuencia de las crisis asiática y rusa, los fundamentales de la economía se alteraron. Cayó dramáticamente la oferta de divisas y aumentó la demanda de dólares. Para facilitar el ajuste a esta situación, la banda cambiaria se devaluó dos veces (el 2 de septiembre de 1998 y el 27 de junio 1999), facilitando una devaluación nominal de 27%.
- En los organismos internacionales hubo un desencanto con los regímenes cambiarios intermedios como el de las bandas. En el caso del Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Tesoro Norteamericano, por la mala experiencia con esos regímenes en el momento de la crisis asiática. La experiencia colombiana también mostró las limitaciones del régimen de bandas.
- Para preparar la economía con el fin de que el cambio hacia la flotación no fuera traumático, se iniciaron conversaciones para hacer un acuerdo extendido con el FMI, el cual les daría seguridad tanto a los operadores nacionales como a los internacionales de que se tenía una política económica sostenible y fondos suficientes para evitar una devaluación desenfrenada al iniciar la flotación.
- El acuerdo con el Fondo Monetario Internacional fue por DEG 1957 millones, que corresponde aproximadamente a US\$2.700 millones. Adicionalmente, el Gobierno Nacional negoció cuantiosos desembolsos con el Banco Mundial y el Banco Interamericano de Desarrollo para el año 2000.
- En septiembre de 1999 después de que el FMI aprobara el paquete de ajuste, la tasa de cambio se liberó.
- Es muy importante resaltar cómo esta transición hacia la flotación se logró entonces con total calma en el frente cambiario. Este constituye un caso excepcional, contrario a lo que ocurrió en México, Brasil, Argentina y varios países asiáticos en las semanas que siguieron al inicio de la flotación. En Colombia, por el contrario, la tasa de cambio se revaluó brevemente. Esto muestra que los ajustes previos a la banda cambiaria mantuvieron la competitividad de la tasa de cambio en los niveles requeridos por las nuevas condiciones.

La crisis de 1998 a 1999 y la política de recuperación

- La situación económica se deterioró sensiblemente en 1998 y en los primeros meses de 1999, principalmente como resultado de choques externos y la crisis en el sector de la finca raíz.
- La recesión de 1999 tuvo como causa principal la crisis internacional. La reversión de los flujos de capital en 1999 produjo un ajuste violento en el gasto. En el primer trimestre de 1998, la cuenta corriente de la balanza de pagos tenía un déficit de 8% del PIB que dejó de ser financiado por los mercados internacionales después de la crisis asiática y rusa. Hasta el punto que en el segundo trimestre de 1999 la cuenta corriente estaba en equilibrio. Esto significa que en un período de 15 meses el gasto de la economía cayó en 8% del PIB.
- La primera crisis de fin de siglo, sin embargo, fue la crisis en el sector de finca raíz. El crédito hipotecario creció aceleradamente desde 1993, lo cual generó una burbuja especulativa en los precios de la vivienda. El punto más alto del auge en el precio de la vivienda usada para Bogotá se presenta durante el segundo semestre de 1994.
- Este crecimiento en los precios de la vivienda no era sostenible y su descolgada se inició en 1995. El fin de la burbuja de precios inevitablemente llevó a una crisis en las entidades de ahorro y préstamo especializadas en crédito hipotecario cuando el valor de los inmuebles cayó por debajo de su precio de garantía para los préstamos.

- Adicionalmente, la crisis internacional llevó a un aumento en los “spreads” de todos los países en desarrollo y en consecuencia a aumentos en las tasas de interés en 1998. Este aumento en la tasa de interés ocurre más de dos años después de que se desinfló la burbuja de la propiedad.
- El Banco de la República suministró toda la liquidez necesaria a los bancos solventes, sin generar una crisis inflacionaria. El Gobierno Nacional a través del FOGAFIN, le brindó con posterioridad apoyo patrimonial a la banca privada con problemas de liquidez, a la banca estatal insolvente y a los deudores de UPAC.
- La crisis financiera se enfrentó de manera temprana y efectiva, y su costo fue bajo si se comprara con casi todas las crisis similares a nivel internacional.
- Una vez controlada la crisis cambiaria de 1999, la Junta Directiva del Banco de la República redujo las tasas de interés y continuó disminuyéndolas constantemente hasta el 2000, y después de esto, las ha mantenido en niveles históricamente bajos. El esquema de inflación objetivo hizo posible esta política anticíclica y una mayor estabilidad en la tasa de interés.
- El objetivo de la autoridad monetaria para entonces era el de crear todos los incentivos posibles para reactivar la inversión, el consumo y el crédito del sector financiero, en tanto la economía estaba por debajo de su potencial de crecimiento.
- La política de bajas tasa de interés interbancarias también le ayudó al sector financiero ha recuperar sus márgenes de intermediación y fortalecer sus balances, requisitos para que el crédito volviera a crecer.
- Durante todo el período posterior a la recesión de 1999, se otorgó abundante liquidez al sistema financiero y la relación de los agregados monetarios amplios al producto interno bruto creció.
- Desafortunadamente, dado el alto déficit fiscal al momento de producirse la crisis, no fue posible contar con una política fiscal con fines contracíclicos. Esto retrasó la recuperación económica.

El esquema de inflación objetivo

- La política anticíclica se facilitó por la adopción oficial por parte del Banco de la República del esquema de meta de inflación a partir del momento en que se permitió la flotación de la tasa de cambio en 1999. A pesar de que la adopción del esquema se oficializó solo hasta esa fecha, este esquema se comenzó a adoptar desde la mitad de los años noventa.
- En efecto, desde principios de la década de los noventa el Banco de la Republica empezó a definir metas de inflación, elaborar modelos de pronóstico para la inflación y a producir un informe mensual de inflación para uso interno del Banco. En 1998, en busca de aumentar la transparencia de sus políticas, el Banco de la República comienza a publicar un informe trimestral de inflación para el público.
- El esquema de política monetaria del Banco de la República ha evolucionado hacia un esquema de inflación objetivo flexible donde el principal objetivo es mantener una tasa de inflación baja mientras se busca estabilizar el crecimiento del producto alrededor de su tendencia de largo plazo.
- Los objetivos del Banco combinan la estabilidad de precios con el crecimiento máximo sostenible en el producto y el empleo.
- El esquema de inflación objetivo representó un cambio fundamental que ha hecho posible mantener tasas de interés muy bajas y estables después de la crisis de 1999.

- Más importante aún, al operar bajo este esquema el Banco de la República pudo irrigar la liquidez que la economía requería para su recuperación, sin poner en peligro los logros alcanzados en materia de estabilización.
- La decisión de adoptar el esquema de inflación objetivo fue posible una vez la economía colombiana se acercaba a niveles de inflación de un dígito. En ese momento, el esquema hizo posible un manejo menos volátil de las tasas de interés al reducirse el énfasis en el control de los agregados monetarios y permitió mantenerlas en niveles bajos favoreciendo la recuperación económica.
- El énfasis en determinar la política con base en las proyecciones de inflación, en lugar de un control de corto plazo sobre los agregados monetarios, hizo posible sortear con éxito los aumentos de la base monetaria generados por el impuesto a las transacciones y los aumentos recientes en la demanda por efectivo.

Consideraciones finales

- La ausencia de un panorama fiscal más despejado ha sido un motivo constante de preocupación para la autoridad monetaria. Principalmente, porque la ausencia de un mayor espacio de maniobra en materia fiscal ha impedido que la política fiscal opere de manera contracíclica, lo cual ha generado presiones mayores sobre el lado monetario de la política económica.
- Se volvió común echarle la culpa de los problemas de la segunda parte de los noventa a la revaluación cambiaria de la primera parte de la década. Pocos comentaristas aclaran que un banco central no puede fácilmente evitar una revaluación ante flujos masivos de capital, ni que el Banco de la República hizo todo lo que estaba a su alcance para evitar esa revaluación. Sólo algunos comentaristas han planteado lo obvio: que ante el gasto público desbordado, y financiado en buena parte con crédito externo, la revaluación era inevitable.
- Cuando en 2004 se produce una revaluación por la reducción en la salida de capitales, muchos olvidan por completo la lección de 1994 a 1997, y han clamado por la intervención del Banco de la República. El Emisor nuevamente ha hecho todo lo que esta a su alcance para evitar una fuerte revaluación, pero es claro que la solución, al igual que hace una década, pasa por una reducción del déficit fiscal y un financiamiento en moneda local del mismo.